



기업분석 | 유통/화장품

Analyst

오린아

02 3779 0053

lina.oh@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	95,000 원
현재주가	68,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (10/30)	2,014.69 pt
시가총액	50,184 억원
발행주식수	73,800 천주
52 주 최고가/최저가	110,500 / 63,000 원
90 일 일평균거래대금	231.98 억원
외국인 지분율	63.9%
배당수익률(18.12E)	4.7%
BPS(18.12E)	16,446 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -7.6%
	6개월 -2.4%
	12개월 -9.1%
주주구성	코웨이홀딩스외 7인 22.3%
	Government of Singapore Investment Corporation 7.4%
	Lazard Asset Management LLC 외 42인 7.0%

Stock Price



# 코웨이 (021240)

## 다시 웅진 결으로

### 3Q18 Review: 기대치 부합

코웨이의 K-IFRS 연결기준 2018년 3분기 매출액은 전년동기대비 6.4% 증가한 6,698 억원, 영업이익은 전년동기대비 5.0% 증가한 1,304억원으로, 시장 기대치에 대체로 부합한 실적을 기록했다. 해외 사업의 성장이 고무적이었는데, 3Q18 해외법인 매출액은 전년동기대비 56.3% 증가한 1,178억원을 기록했다. 특히 말레이시아 법인의 관리계정은 전년동기대비 48.6% 증가했으며, 금융리스 제품 판매 등에 따른 높은 매출액 성장과 수익성개선이 긍정적이다. 국내 렌탈 계정 순증은 올해 3분기 48,000계정으로, 렌탈 및 금융리스 매출액은 전년동기대비 3.3% 증가했다. 올해 4분기는 겨울 시즌 도래에 따른 공기청정기와 의류청정기 위주의 판매 확대가 예상된다.

### 다시 웅진 결으로

지난 10월 29일 웅진그룹은 매각 5년 7개월만에 코웨이 지분 22.17%를 1조 6,849억원에 양수한다고 공시했다. 금번 계약으로 코웨이의 대주주는 코웨이홀딩스(MBK파트너스)에서 웅진으로 변경되며, 인수 예정일은 2019년 3월 15일이다. 인수 대금은 웅진그룹이 4,000억원, 스틱인베스트먼트 컨소시엄이 5,000억원, 나머지 자금은 인수 금융을 통해 조달할 예정이다. 향후 코웨이와 웅진의 방문 판매 인력 및 인프라를 통합해 시장을 장악해 나갈 것이라는 전략이다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 95,000원으로 하향

코웨이에 대해 투자의견 Buy를 유지하나 목표주가는 95,000원으로 하향한다. 목표주가는 렌탈 시장 진입자 증가에 따른 경쟁 심화를 고려해 2019년 예상 실적 기준 EPS에 기준 대비 15% 하향한 Target P/E 17배를 적용함에 따른 것이다. 다만 동사의 배당 정책을 고려 시 인수 소식에 따른 주가 급락은 다소 과도하다고 판단, 투자의견은 Buy를 유지한다.

### Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,376	2,517	2,695	2,970	3,195
영업이익	339	473	512	575	626
세전계속사업손익	324	440	488	553	620
순이익	243	326	363	413	459
EPS (원)	3,166	4,323	4,927	5,605	6,220
증감률 (%)	n/a	36.5	14.0	13.7	11.0
PER (x)	27.9	22.6	13.8	12.1	10.9
PBR (x)	5.7	7.4	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA (x)	12.2	11.0	6.7	5.8	5.2
영업이익률 (%)	14.3	18.8	19.0	19.4	19.6
EBITDA 마진 (%)	24.1	28.1	29.0	29.9	30.4
ROE (%)	20.1	30.1	33.1	31.8	30.7
부채비율 (%)	66.3	119.8	100.2	89.7	80.1

주: IFRS 연결 기준, 2018년 이후 K-IFRS 1115호 기준

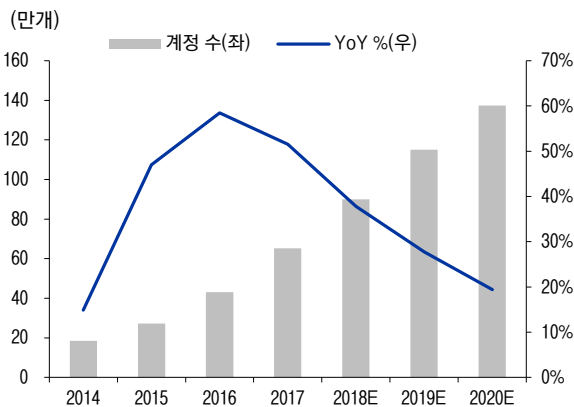
자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 코웨이 분기/연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>추정 실적</b>											
연결 매출액	6,102	6,234	6,296	6,536	6,478	6,781	6,698	6,992	25,168	26,949	29,702
렌탈	3,695	3,795	3,785	3,785	3,787	3,827	3,822	4,015	15,060	15,452	16,510
금융리스	259	302	351	316	386	409	452	334	1,229	1,581	1,678
멤버십	378	367	359	343	322	311	294	296	1,447	1,223	1,103
일시불	459	504	473	486	439	473	382	457	1,922	1,751	1,744
수출	680	555	686	676	543	718	799	802	2,597	2,863	3,298
화장품	209	187	194	207	206	186	175	204	797	771	732
자회사	715	843	819	993	1,060	1,343	1,347	1,226	3,370	4,976	6,098
영업이익(연결)	1,209	1,206	1,242	1,071	1,313	1,293	1,304	1,215	4,727	5,125	5,751
영업이익률	19.8%	19.3%	19.7%	16.4%	20.3%	19.1%	19.5%	17.4%	18.8%	19.0%	19.4%
<b>성장률(%)</b>											
연결 매출액	-2.2%	12.3%	7.9%	6.4%	6.2%	8.8%	6.4%	7.0%	5.9%	7.1%	10.2%
렌탈	-2.8%	-1.2%	3.0%	4.9%	2.5%	0.9%	1.0%	6.1%	0.9%	2.6%	6.8%
금융리스	20.7%	5.5%	30.2%	11.5%	49.0%	35.3%	28.7%	5.6%	16.5%	28.7%	6.2%
멤버십	-12.0%	-13.5%	-14.7%	-14.3%	-14.8%	-15.4%	-18.0%	-13.6%	-13.6%	-15.5%	-9.9%
일시불	-9.0%	-6.7%	11.0%	-0.2%	-4.4%	-6.2%	-19.2%	-6.0%	-1.8%	-8.9%	-0.4%
수출	19.9%	-7.1%	42.6%	29.1%	-20.1%	29.3%	16.5%	18.7%	19.7%	10.2%	15.2%
화장품	3.9%	8.3%	6.9%	10.8%	-1.5%	-0.7%	-9.6%	-1.5%	7.4%	-3.3%	-5.0%
자회사	27.7%	52.7%	33.8%	14.7%	48.3%	59.3%	64.5%	23.5%	30.1%	47.7%	22.5%
영업이익(연결)	-2.2%	919.4%	16.1%	11.1%	8.6%	7.2%	5.0%	13.5%	39.5%	8.4%	12.2%

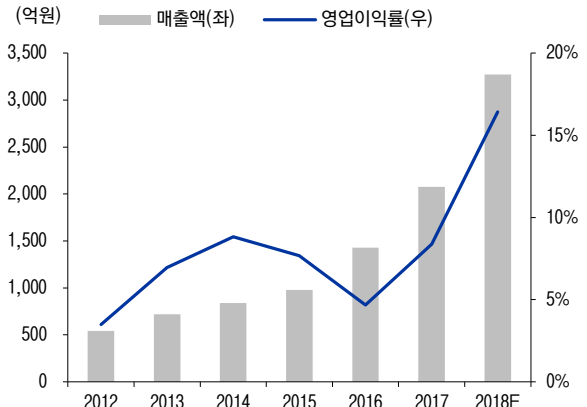
자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 코웨이 말레이시아 계정 수 추이 및 전망



자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 코웨이 말레이시아 법인 실적 추이 및 전망



자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

## 코웨이 (021240)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	733	791	1,139	1,245	1,384
현금 및 현금성자산	66	110	415	473	563
매출채권 및 기타채권	323	340	318	346	373
재고자산	70	75	94	102	111
기타유동자산	274	266	312	324	337
<b>비유동자산</b>	1,235	1,367	1,290	1,394	1,495
관계기업투자등	2	2	0	0	0
유형자산	669	712	795	887	977
무형자산	183	184	182	180	179
<b>자산총계</b>	<b>1,968</b>	<b>2,159</b>	<b>2,430</b>	<b>2,639</b>	<b>2,880</b>
<b>유동부채</b>	735	1,125	1,140	1,170	1,199
매입채무 및 기타채무	217	223	221	240	260
단기금융부채	340	670	672	672	672
기타유동부채	178	232	247	257	268
<b>비유동부채</b>	49	52	76	78	81
장기금융부채	12	12	10	10	10
기타비유동부채	37	40	65	68	71
<b>부채총계</b>	<b>784</b>	<b>1,177</b>	<b>1,216</b>	<b>1,248</b>	<b>1,280</b>
<b>지배주주지분</b>	1,183	982	1,214	1,391	1,599
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	130	130	130
이익잉여금	1,180	963	1,096	1,274	1,482
비지배주주지분(연결)	1	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,183</b>	<b>982</b>	<b>1,214</b>	<b>1,391</b>	<b>1,599</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>469</b>	<b>637</b>	<b>918</b>	<b>714</b>	<b>792</b>
당기순이익(손실)	243	326	363	413	459
비현금수익비용가감	467	476	615	317	349
유형자산감가상각비	225	227	261	305	338
무형자산상각비	8	8	8	8	8
기타현금수익비용	-4	3	346	3	3
영업활동 자산부채변동	-121	-65	3	-16	-16
매출채권 감소(증가)	-62	-59	21	-27	-28
재고자산 감소(증가)	-4	-6	-18	-8	-8
매입채무 증가(감소)	-4	21	14	19	19
기타자산, 부채변동	-51	-21	-14	1	1
<b>투자활동 현금</b>	<b>-471</b>	<b>-384</b>	<b>-469</b>	<b>-420</b>	<b>-451</b>
유형자산처분(취득)	-313	-323	-383	-397	-428
무형자산 감소(증가)	-13	-8	-8	-7	-7
투자자산 감소(증가)	-145	-52	-73	-3	-3
기타투자활동	0	0	-6	-13	-13
<b>재무활동 현금</b>	<b>-48</b>	<b>-208</b>	<b>-145</b>	<b>-236</b>	<b>-251</b>
차입금의 증가(감소)	256	341	-24	0	0
자본의 증가(감소)	-208	-409	-232	-236	-251
배당금의 지급	208	409	232	236	251
기타재무활동	-96	-140	111	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-50</b>	<b>44</b>	<b>305</b>	<b>58</b>	<b>90</b>
기초현금	116	66	110	415	473
기말현금	66	110	415	473	563

자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,376</b>	<b>2,517</b>	<b>2,695</b>	<b>2,970</b>	<b>3,195</b>
매출원가	812	798	871	951	1,026
<b>매출총이익</b>	<b>1,564</b>	<b>1,718</b>	<b>1,824</b>	<b>2,019</b>	<b>2,169</b>
판매비 및 관리비	1,225	1,246	1,312	1,444	1,543
<b>영업이익</b>	<b>339</b>	<b>473</b>	<b>512</b>	<b>575</b>	<b>626</b>
(EBITDA)	572	708	781	889	972
금융손익	-7	-26	-7	-16	-16
이자비용	6	12	16	17	17
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-8	-7	-18	-6	10
<b>세전계속사업이익</b>	<b>324</b>	<b>440</b>	<b>488</b>	<b>553</b>	<b>620</b>
계속사업법인세비용	80	114	125	140	161
계속사업이익	243	326	363	413	459
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>243</b>	<b>326</b>	<b>363</b>	<b>413</b>	<b>459</b>
지배주주	244	326	364	414	459
<b>총포괄이익</b>	<b>243</b>	<b>326</b>	<b>363</b>	<b>413</b>	<b>459</b>
매출총이익률 (%)	65.8	68.3	67.7	68.0	67.9
영업이익률 (%)	14.3	18.8	19.0	19.4	19.6
EBITDA마진률 (%)	24.1	28.1	29.0	29.9	30.4
당기순이익률 (%)	10.2	12.9	13.5	13.9	14.4
ROA (%)	13.0	15.8	15.8	16.3	16.6
ROE (%)	20.1	30.1	33.1	31.8	30.7
ROIC (%)	20.7	26.8	28.0	29.5	29.4

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	27.9	22.6	13.8	12.1	10.9
P/B	5.7	7.4	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	12.2	11.0	6.7	5.8	5.2
P/CF	9.6	9.2	5.1	6.9	6.2
배당수익률 (%)	3.6	3.3	4.7	5.0	5.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.6	5.9	7.1	10.2	7.6
영업이익	-26.9	39.5	8.4	12.2	8.8
세전이익	-28.8	35.9	11.0	13.3	12.1
당기순이익	-29.1	33.8	11.6	13.8	11.0
EPS	-28.8	36.5	14.0	13.7	11.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	66.3	119.8	100.2	89.7	80.1
유동비율	99.7	70.4	99.9	106.5	115.4
순차입금/자기자본(x)	17.8	52.1	15.5	9.1	2.1
영업이익/금융비용(x)	55.5	38.3	31.3	33.6	36.6
총차입금 (십억원)	352	682	682	682	682
순차입금 (십억원)	210	512	188	127	34
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,166	4,323	4,927	5,605	6,220
BPS	15,486	13,128	16,446	18,850	21,671
CFPS	9,225	10,629	13,257	9,890	10,943
DPS	3,200	3,200	3,200	3,400	3,600

코웨이 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2018.03.05	변경	오리아										
		2018.03.05	Buy	103,000	-10.4		-14.4							
		2018.05.02	Buy	108,000	-12.0		-17.5							
		2018.10.31	Buy	95,000										

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오리아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)